

投资者审计需求与审计声誉关注

——来自行业首次债券违约的证据

陶 然

(江西财经大学 会计学院,江西 南昌 330013)

[摘 要] 债券违约改变了投资者风险意识,进而提升了投资者对会计信息和审计的需求。研究发现,投资者审计需求提升后,投资者更关注审计声誉,表现为聘请声誉受损会计师事务所的发行人债券融资成本显著提升;发行人更关注审计声誉,表现为声誉受损的会计师事务所更易被更换。当投资者面临更高的债券投资风险时,审计声誉受损导致的债券融资成本增加更为显著;当债券融资对发行人越重要时,声誉受损导致的会计师事务所变更越显著。此外,投资者审计需求提升后,发行人和审计联合供给的产品——财务报告的质量显著提高,且这一效应在此前聘请声誉受损事务所的发行人中更为显著。这些结果表明,投资者审计需求提升后,投资者和发行人对审计声誉的关注显著增强,进而促进高质量审计服务的持续供给和资本市场信息环境改善。

[关键词] 债券违约;投资者审计需求;审计声誉;审计选聘;信息供给;审计质量

[中图分类号] F239.43 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2025)03-0039-09

一、引言

独立审计是缓解股东、债权人及经营者之间的代理冲突^[1]和降低内外部信息不对称^[2]的重要机制。然而,有别于一般产品,审计过程是一个“黑箱”,审计的专业胜任能力和独立性难以识别和定量分析,审计质量不易准确度量。此种情况下,审计声誉作为一种有效的鉴别机制,在一定程度上成为衡量审计质量的一个标识性变量^[3-4]。审计声誉机制作用的有效发挥是高质量审计服务持续供给和资本市场环境改善的重要保障。

理性“经济人”参与市场的目的在于获取经济利益,审计亦然。从经济角度出发,审计声誉机制最终得以发挥效用的根本在于构建和维护声誉的行为获得正向激励。若市场缺乏高质量审计需求或者市场只需要一份符合监管要求的审计报告,那么选择哪家事务所并不会存在本质差异^[5]。此种情况下,投资者并不在意审计声誉,企业没有聘请高声誉审计的正向激励,会计师事务所不会因低声誉而丧失市场份额,也不会为维护声誉而供给高质量审计服务。因此,审计声誉机制作用的发挥,最直接且根本的前提是高质量审计需求。

独立审计的重要作用容易让人以为高质量审计需求古已有之且通行世界。现有审计研究大多默认市场天然有着高质量审计需求。如 Watts 和 Zimmerman 认为审计是市场自发产生的,一个良性的、自发需求的市场总是需要高质量的审计服务^[1]。但回顾我国早期资本市场历史,一系列研究表明当时的中国资本市场可能并不具有高质量审计需求,此阶段审计并非因市场自发需要产生,而是政府管制机构“模仿”国际惯例的附带产物^[4-7]。这些研究发现中国资本市场存在诸多“异象”,如高独立性或高质量审计无法获取更多市场份额^[4,6-7],被迫更换审计师时并非为了选聘高质量审计师^[5]。以上“异象”多与企业相关联,表明企业缺乏高质量审计需求,投资者审计需求仍未真正触及。

那么,投资者是否也并非总是天然具有高质量审计需求呢?“11 超日债”宣告违约前,中国债券市场从未出现一例债券违约,债券投资者普遍认为中国债券市场存在“刚性兑付”。债券市场出现违约前,至少从债券投资者心理感知来说,债券投资与发行人的质量包括其会计信息质量没有太大关联性^[8],投资人对高质量审计的需求自然不高;而当债券出现违约后,债券投资者实实在在地感受到了违约风险就在身边,此时,债券投资者对投资对象的选择更加严格,对投资对象高质量审计的需求相应提升。

[收稿日期] 2024-06-25

[基金项目] 国家自然科学基金项目(72302105、72362023);江西省社会科学基金项目(22GL42)

[作者简介] 陶然(1992—),男,江西彭泽人,江西财经大学会计学院讲师,硕士生导师,从事公司治理和信息披露研究, E-mail: taoran223@126.com。

本文试图利用债券市场违约创造的特殊研究场景,测度债券投资者风险意识和高质量审计需求的变化,进而探究当投资者审计需求提升后,债券投资者是否会为聘请高声誉审计机构的企业提供更有利的融资条件?企业又是否更倾向于摒弃声誉受损事务所?对这些问题的研究,理论上可帮助我们厘清投资者审计需求对审计声誉机制和审计相关方行为的影响;实践上可从投资者需求角度,探究强化审计声誉机制的手段,并最终为高质量审计服务的持续供给和资本市场信息环境的改善提供政策建议。

本文具有以下三方面的贡献:(1)现有审计研究多忽略了投资者审计需求变化或默认市场天然具有高质量审计需求,抑或假定市场的审计需求是一成不变的。本文以行业首次债券违约导致的投资者审计需求变化为契机,基于审计声誉视角,检验了投资者审计需求变化的经济后果。(2)对于审计声誉的经济后果,基于中国审计市场的现有研究得出了一些不同的结论,如事务所声誉受损并不会导致企业更换审计事务所,也未观察到审计事务所市场份额降低^[9-10],现有研究以审计聘任权和法律风险对此进行解释。本文发现投资者审计需求提升后,审计市场“异象”有所改善,从而为探究缓解中国审计市场“异象”的机制提供了新思路。(3)本文发现,债券市场违约后,随着投资者风险意识提升,审计参与各方更为关注审计声誉,这有利于促进高质量审计服务供给。这一结果在债券违约持续引发社会关注的背景下,从审计视角补充了债券市场违约经济后果的研究,亦为全面打破各类“刚性兑付”提供了有力的经验证据。

二、文献综述

(一)债券违约及“刚性兑付”打破

我国债券市场长期存在的“刚性兑付”预期,使得债券市场风险定价作用机制无法充分发挥^[11]。“11 超日债”违约被视为中国债券市场“刚性兑付”被打破的标志性事件。已有研究发现,在债券市场“刚性兑付”被打破、违约常态化后,产权性质和债券评级^[12]、发行人信息质量^[8]、债券限制性条款^[13]等对债券信用利差的影响进一步加大,而国企债券违约降低了隐性担保预期^[14],降低了同地区地方国有企业债券发行总量,起到了市场化去杠杆的作用^[15]。总体而言,债券“刚性兑付”被打破提高了债券投资者风险意识和对债券违约风险的感知^[8,12],促使债券发行人提供更高质量的会计信息^[8]。

然而,债券“刚性兑付”被打破显著增加了债券信用利差^[16],引起市场整体融资成本上升^[17],出现违约的行业新发债券成本增长更为显著^[18-19]。债券“刚性兑付”被打破增强了投资者负面情绪,加剧了企业融资约束,这也可能催生企业信息操纵动机,使得企业更可能降低风险信息披露水平^[20],出现信用违约的地区,同地区的民营企业有更多的真实盈余管理^[21]。

审计失败在债券发行定价中具有传染效应,当发生审计失败时,拥有共同审计师的关联公司债券定价显著更高^[22]。当审计师审计的客户出现债券违约后,其审计的其他客户也会面临更高的债券信用利差,收到更低的信用评级,这些公司更可能变更审计师并付出更高的审计费用,也因此获得更高质量的审计服务^[23]。

(二)事务所声誉受损的经济后果

审计声誉的建立是一个漫长的过程,且难以直接测度,声誉受损则相对容易观察。“安然事件”的爆发为检验事务所声誉受损提供了契机。“安然事件”后,安达信审计的其他 284 家公司在安达信宣告存在审计过失时,存在显著负向市场反应^[24]。安达信声誉受损也影响了其他五大事务所,其客户同样遭遇了市场负向反应^[25]。系列研究基于“银广夏事件”和中天勤被中注协通报^[26]、“科龙电器事件”中德勤声誉受损^[27]、审计署对事务所业务质量检查公告^[28],均验证了事务所声誉受损的负向市场反应。

以上研究利用负面审计事件的负向市场反应,证明了市场对事务所声誉的关注,但更多体现的是被审计单位的损失。事务所是否因此遭受真正的“处罚”,则在于其是否因此丧失市场份额,这也是事务所声誉与准租关联的前提条件。对此,基于欧美背景的研究多支持声誉损失与事务所市场份额相关联,基于中国背景的研究却尚未得出一致结论。基于美国的研究发现,会计师事务所受到 SEC 的处罚后,其原有客户流失,且事务所很难通过降低审计收费来挽留客户^[29]。基于德国和中国背景的部分研究也发现事务所声誉受损会导致其市场份额的损失^[30-32]。进一步研究发现,事务所声誉受损后,其接受新客户的能力下降,且更可能接受财务报表质量较差的客户^[33]。刘峰等的研究发现市场对于声誉受损的审计师虽会有一定的负向反应,但只要处罚没有涉及审计师的执业资格,审计师的市场份额就不会下降^[9]。叶凡等基于 2010—2013 年间影响重大的四起上市公司舞

弊事件案例,也发现企业并没有及时更换声誉受损的审计师^[10]。

(三)相关文献评述

关于债券市场违约及“刚性兑付”被打破的研究,多从融资成本、风险定价等视角探究其经济后果。现有研究少有探究债券市场风险变化对投资者端高质量审计需求的影响,投资者对审计声誉关注的变化及企业的应对更是未有研究。本文试图利用行业首次债券违约导致的投资者审计需求变化,检验投资者审计需求变化的经济后果。

关于审计声誉的研究,包括市场对声誉的关注、声誉与事务所的选聘(即被审计单位对声誉的关注)等,多默认市场天然有着高质量审计需求。本文试图从投资者审计需求视角,为探究缓解中国审计市场“异象”的机制提供新思路。

三、理论推导与假设提出

(一)债券违约与债券投资者审计需求

债权人在债务契约关系中面临信息不对称的困扰,处于信息劣势的债权人有着强烈的信息需求^[34],高质量信息在签订和执行债务契约的过程中起着关键性作用^[35]。充分利用高质量的信息似乎成为债权人当然之选择^[36]。因此,在一般情况下,债权人的高质量信息需求似乎是天然存在的。FASB 的概念框架也将财务报告的目标定位于满足信息使用者的需求。

但现实中投资者利用信息并非零成本,投资者信息需求的满足仍需要权衡信息成本与收益^[37]。同样,债券投资者的信息需求既取决于其决策需要,也受信息获取成本、依靠低质量信息做出错误决策的预期损失等多种因素影响。若追求高质量信息获得的收益不足以覆盖其成本,则高质量信息需求将会减弱。

作为增强信息可信度、化解信息风险的重要制度安排,独立鉴证财务报告并将之传递给利益相关者是审计的基本职能。高质量审计作用于企业会计信息,进而在银行贷款和债券融资中发挥重要作用,这在已有研究中已得到充分揭示^[38-39]。从这个角度来看,债券投资者审计需求衍生于其信息需求,当债券投资者的信息需求提升后,其对高质量审计的需求相应提升。

“11 超日债”宣告违约前,中国债券市场从未出现一例债券违约,债券投资者普遍认为中国债券市场存在“刚性兑付”。长期“刚性兑付”的心理预期使得债券投资者认为即使依赖低质量信息,也不会带来投资损失,因此债券投资者自然缺乏高质量信息需求。“刚性兑付”被打破后,债券投资者面临的风险环境更趋严格,此时依赖低质量信息做出错误决策的预期损失大大提高。由此,债券投资者对于高质量信息的需求和高质量信息鉴证的需求提升,高质量审计成为其投资决策中的重要考量因素。

(二)假设提出

一般而言,若会计师事务所声誉受损,则投资者应对其审计质量和审计的财务报告持负面态度。为规避风险,投资者应当放弃该项投资或寻求更高的风险溢价。但在市场长期“刚性兑付”的现实情况下,至少从债券投资者心理感知来说,其投资行为几无风险,债券投资与发行人的质量、会计信息质量没有太大的关联。此时,审计(包括事务所和审计师特征、审计意见、审计报告等)难以产生预期反应,公司及其内部人也无须为此承担更高成本^[40],审计声誉是否受损自然不会成为投资决策的重要参考因素,也不会投资结果中体现。

激励理论和行为强化理论认为,人类的行为是正向或负向激励的结果,当行为受到正向激励时,人们更有动力去完成某件事;当受到负向激励时,人们更容易放弃该行为。资本市场各类参与者作为人的集合亦受激励因素驱使。投资者高质量审计需求能否得到满足的关键在于审计参与各方是否受到明确的激励。

当审计需求提升后,债券投资者更为关注发行人信息质量、审计质量,审计声誉作为信息质量和审计质量的显性指征,更易被投资者关注。债券投资者激励或惩罚发行人的手段主要出现在债券发行阶段,包括放弃债券投资或要求风险溢价。为促使发行人聘请高质量审计、持续供给高质量信息,债券投资者更可能运用价格手段,激励发行人“迎合”其高质量审计需求,此时审计声誉更易包含在债券价格之中。因此,审计需求提升后,审计声誉受损更可能反映在债券发行价格之中。鉴于此,本文提出假设 H₁。

H₁: 限定其他条件不变,投资者审计需求提升后,雇佣声誉受损会计师事务所的发行人债券融资成本显著提升。

为获得债券发行资格、更低的融资成本及更高的融资额度,债券发行人需经过系列监管审核和市场检验。

只有作为出资方的债券投资者认可发行人,以特定的融资条件提供资金,发行人的融资目标才能达成。作为融资中的“弱势方”,发行人有强烈动机“迎合”债券投资者需求。高声誉会计师事务所为维护其声誉,需组建具有较强专业胜任能力的审计团队,在审计过程中保持高度独立性,并投入更多的审计资源。当市场缺乏高质量审计需求或者市场只需要一份符合监管要求的审计报告时,选择哪家事务所并不会存在本质差异^[5],债券发行人并不能因高声誉审计而获益,甚至还需为此承担较高的审计费用,其信息操纵行为也更易被揭露^[41]。当审计需求提升后,债券投资者的信息需求及风险规避使得其更为偏好高声誉审计师,此时,发行人可通过雇佣高声誉审计来满足投资者需求,进而获得更有利的债券融资条件,即正向激励达成,反之,则可能遭受负向激励。此种情况下,理性的债券发行人无论是出于获取更有利债券发行条件的美好追求,还是慑于投资者的“惩罚”,必然更可能选择“迎合”需求,更换声誉受损的会计师事务所。鉴于此,本文假设 H_2 。

H_2 :限定其他条件不变,投资者审计需求提升后,声誉受损会计师事务所更易被更换。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以 2008—2019 年发行非金融企业信用债(包含企业债、中期票据、公司债、短期融资券)的非上市公司为研究对象。为消除发行人个体违约风险对债券定价和事务所选聘的影响,本文在构建研究样本时剔除了样本期间内曾发生债券违约的发行人。在剔除金融保险类公司、主要债券特征和发行人特征数据缺失的样本后,本文共获得 6980 条公司-年度观察值以及 14058 条债券观察值。为缓和极端值造成的偏误,本文对所有连续变量在 1% 和 99% 分位上进行 Winsorize 处理。本文除事务所处罚数据来自 CNRDS 数据库外,其他数据均来自 Wind 数据库。

本文选择这一时间段的主要原因在于:(1)2008 年前债券发行人数量较少,发行人类型相对单一,难以形成有效数据;(2)各行业债券首次违约事件多发生在 2014 年和 2015 年,此时间段可尽量保持事件前后时间跨度一致;(3)2020 年末“五洋债”的判罚可能意味着债券市场审计法律风险的变化,此时间段可避免这一干扰。

(二)基本模型与变量定义

当企业出现债券违约事件时,由于信息的外部性作用,市场投资者将风险信息定价外溢到同行业其他企业^[19]。且不同行业首次违约时间存在差异,投资该行业的投资者和发行人感受到的冲击力度及时间也应有差异。违约冲击的差异为捕捉投资者审计需求的变化提供了绝佳的机会。本文利用这一差异冲击,以 2014 年首次违约的行业为处理组,以 2014 年后首次违约的行业为对照组,构建双重差分(DID)模型,检验投资者审计需求变化如何影响审计声誉机制作用的发挥。

2014 年违约的债券行业涉及近半数发行人,2014—2015 年违约的债券行业涉及绝大部分发行人。为减少识别违约发行人所涉行业过程中的主观判断以及处理组和对照组的均衡性,本文主测试中逐条识别了 2014 年违约债券涉及的所有行业,将剩余行业界定为 2014 年后首次违约的行业,而未对其细分,样本期间内未违约的行业也作为对照组处理。在稳健性测试中,本文进一步将各行业首次违约年细分,重新回归后的结果与主测试结果一致。

为检验假设 H_1 ,本文以债券数据为研究对象,构建 DID 模型(1):

$$SPREAD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PUNISH_{i,t} + \beta_2 PUNISH_{i,t} \times TREAT_{i,t} + \beta_3 PUNISH_{i,t} \times d14_{i,t} + \beta_4 TREAT_{i,t} \times d14_{i,t} + \beta_5 PUNISH_{i,t} \times TREAT_{i,t} \times d14_{i,t} + Controls + \varepsilon \quad (1)$$

为检验假设 H_2 ,本文以债券发行人-年度数据为研究对象,构建 DID 模型(2):

$$CHANGE_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 PUNISH_{i,t} + \beta_2 PUNISH_{i,t} \times TREAT_{i,t} + \beta_3 PUNISH_{i,t} \times d14_{i,t} + \beta_4 TREAT_{i,t} \times d14_{i,t} + \beta_5 PUNISH_{i,t} \times TREAT_{i,t} \times d14_{i,t} + Controls + \varepsilon \quad (2)$$

模型关键变量定义如下。

$PUNISH$:会计师事务所声誉受损,若会计师事务所遭受证监会处罚则为 1,否则为 0。

$SPREAD$:债券信用利差,为债券票面利率减去同期相同期限的国债利率。

$CHANGE$:会计师事务所变更,若发行人聘请的审计机构相对上年发生变更,则为 1,否则为 0。发行人更换会计师事务所需经一定程序,不似市场可以立刻作出反应,因此,会计师事务所变更采用的是下一期数据。

$TREAT$:处理效应,若为 2014 年首次违约的行业,则为 1,否则为 0。

$d14$:时间效应,若发债年度为 2014 年后,则为 1,否则为 0。因 $TREAT$ 、 $d14$ 与行业、年度固定效应共线,故模型中未单独列示。

$TREAT \times d14$:处理效应交乘时间效应,表示处理组和对照组在事件冲击前后的变化差。

$PUNISH \times TREAT \times d14$:会计师事务所声誉受损与处理效应、时间效应的交乘项。若模型(1)中 β_5 显著为正,则表示投资者审计需求提升后,债券投资者对雇佣声誉受损事务所发行人的债券要求了更高的债券融资成本,即投资者变得更关注审计声誉。若模型(2)中 β_5 显著为正,则表示投资者审计需求提升后,发行人更可能因事务所声誉受损而更换事务所,即发行人变得更关注审计声誉。

Controls 中包含发行人特征和债券特征变量,具体控制变量及定义详见表 1。本文在以发行人为对象的回归中,均控制发行人特征变量;在以债券为对象的回归中,均控制发行人特征和债券特征变量以及债券类型固定效应。本文在各模型中均控制年度、行业固定效应,标准误均为经公司聚类调整后的标准误。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 2 列示了各主要变量的基本统计特征。样本期间内,约有 15.94% 的债券发行人更换了会计师事务所,约有 31.81% 的债券发行人聘请的会计师事务所遭受了证监会处罚。2014 年即首次违约的行业债券发行人约占总样本的一半,处理组和对照组的数量相对较为均衡。债券平均信用利差存在较大差异,债券票面利率最低仅高于同期国债利率 0.5%,最高者则超过同期国债利率 5%。

(二)相关指标在债券市场违约前后的变化趋势

2014 年和 2015 年存在部分行业未受违约影响,为初步了解债券市场违约对于审计声誉机制的影响,此处先剔除行业首次出现违约较多的 2014 年、2015 年两个年度,而后简单地将债券市场分为两段,将模型(1)、模型(2)在两时间段中分别回归,回归结果见表 3。本文其他测试均包含 2014 年和 2015 年数据。回归结果显示,债券市场违约后,事务所声誉受损的市场反应更为强烈,也更易导致事务所变更。这些结果说明债券市场违约后,债券投资者、发行人对审计声誉的关注显著增强。

(三)回归结果分析

表 4 列(1)和列(2)列示了模型(1)的回归结果,

表 1 控制变量定义

	变量符号	变量定义
发行人特征	<i>RATING</i>	主体评级赋值,AAA、AA+、AA、AA-、A+、A+以下,由高到低赋值 6-1
	<i>SOE</i>	发行人是否为国有控股,是为 1,否为 0
	<i>SIZE</i>	期末总资产的自然对数
	<i>ROA</i>	总资产收益率
	<i>LEV</i>	资产负债率
	<i>PPE</i>	有形资产比例
	<i>TURN</i>	总资产周转率
	<i>GROWTH</i>	营业收入增长率
	<i>AGE</i>	发行人成立年限
	<i>FIRST</i>	发行人第一大股东持股比例
债券特征	<i>MARKET_AG</i>	发行人所在地中介发展水平,选用樊纲指数二级指标市场中介组织的发展和法律制度环境
	<i>BOND_SIZE</i>	债券实际融资额的自然对数
	<i>MATURITY</i>	债券期限(年)
	<i>SPECIAL</i>	债券是否有回售、赎回、提前偿还等特殊条款,是则为 1,否为 0

表 2 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>CHANGE</i>	0.1594	0.3661	0	0	1
<i>TREAT</i>	0.4959	0.5	0	0	1
<i>PUNISH</i>	0.3181	0.4658	0	0	1
<i>RATING</i>	4.4843	0.9998	1	4	6
<i>SOE</i>	0.8475	0.3595	0	1	1
<i>SIZE</i>	23.9399	1.2828	20.4335	23.8395	27.2998
<i>ROA</i>	0.0410	0.0349	-0.0100	0.0314	0.1964
<i>LEV</i>	0.5826	0.1572	0.1509	0.6065	0.8735
<i>PPE</i>	0.1810	0.1930	0.0001	0.1128	0.7871
<i>TURN</i>	0.4218	0.5083	0.0115	0.2051	2.6501
<i>GROWTH</i>	0.1994	0.4463	-0.5203	0.1121	2.6768
<i>AGE</i>	15.0408	7.4614	2	14	36
<i>FIRST</i>	0.8746	0.2069	0.1198	1	1
<i>MARKET_AG</i>	8.9887	4.6777	1.7921	7.65	16.19
<i>SPREAD</i>	0.0230	0.0113	0.0053	0.0211	0.0568
<i>BOND_SIZE</i>	20.6355	0.8163	18.4207	20.7233	23.0259
<i>MATURITY</i>	3.2659	2.7048	0.1093	3	10
<i>SPECIAL</i>	0.3886	0.4874	0	0	1

表 3 相关指标在债券市场违约前后的变化趋势

	(1) <i>SPREAD</i>	(2) <i>SPREAD</i>	(3) <i>CHANGE</i>	(4) <i>CHANGE</i>
时间段:	2008—2013	2016—2019	2008—2013	2016—2019
<i>PUNISH</i>	-0.0000 (-0.20)	0.0005*** (2.62)	0.1000 (0.44)	0.2463** (1.99)
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	3482	6997	1736	3497
Adj. R ² / Pseudo R ²	0.67	0.54	0.08	0.04
chi2/F	218.84	201.19	64.88	77.67
chi2		3.24		2.80
Prob > chi2		0.07		0.09

注:括号内为 t 值,*、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 水平上显著。标准误为发债主体聚类标准误。下同。

$PUNISH \times TREAT \times d14$ 显著为正,即在 2014 年后,相比对照组,处理组因所聘会计师事务所声誉受损导致的债券融资成本增加更为显著。这一结果表明,投资者审计需求提升后,债券投资者更加关注审计声誉,审计声誉更多地体现在债券定价之中,聘请声誉受损的会计师事务所的发行人债券融资成本增加更为显著,支持假设 H_1 。

表 4 列(3)和列(4)列示了模型(2)的回归结果, $PUNISH \times TREAT \times d14$ 显著为正,即在 2014 年后,相比对照组,处理组因事务所声誉受损而变更事务所的可能性提升更为显著。这一结果表明,投资者审计需求提升后,发行人更为关注审计声誉,会计师事务所声誉受损更可能导致发行人变更事务所,支持假设 H_2 。

(四)稳健性测试

1. 双重差分模型的平行趋势

为确保真实事件冲击前处理组和对照组关键变量无显著差异,本文在模型(1)和模型(2)的基础上,加入前两期相关变量的交乘项,利用虚拟的事件冲击时点进行平行趋势检验。回归结果显示,在虚拟事件冲击时点,各关键变量并不显著。即在真实事件冲击前,处理组和对照组间关键变量并无显著差异;而在真实事件冲击时,关键变量仍显著(未列示,备索)。

2. 细分行业违约年度的再检验

此处本文依据各行业具体的首次违约时间,构建多时点 DID 模型,以首次违约时间不同的行业互为对照组。回归结果与主测试一致(未列示,备索)。

3. 变更研究样本

为使得研究结论更为稳健,本文采用以下多种方法变更研究样本,重新回归后的结果均与主测试一致(未列示,备索):(1)剔除主体评级“AA-”以下的样本,以免高风险的低评级发债主体样本对研究结论产生负面影响;(2)剔除会计师事务所遭受暂停或撤销证券服务资格的发行人样本;(3)剔除样本期间未违约的行业;(4)加入样本期间曾发生债券违约的发债主体;(5)剔除 2015 年后首次违约的行业,仅比较 2014 年和 2015 年首次违约的行业。

4. 其他稳健性检验

为保证核心结论的稳健性,本文还进行了以下检验,回归结果均与主测试一致(未列示,备索):(1)在主测试的基础上进一步控制发行人固定效应;(2)以债券融资额替代债券融资成本,检验审计声誉受损的市场反应。

(五)异质性测试

1. 债券投资风险、审计声誉受损与债券融资成本

当出现债券违约后,债券投资者对风险的感知意识增强,债券投资者对信息质量和审计质量的需求显著提高。相应地,审计声誉更多地体现于债券定价之中。除此之外,债券发行主体和债券特征对债券投资风险也有

表 4 投资者审计需求与审计声誉机制回归结果

	(1) SPREAD	(2) SPREAD	(3) CHANGE	(4) CHANGE
$PUNISH \times TREAT \times d14$	0.0025 *** (3.67)	0.0012 ** (2.21)	0.6556 ** (2.10)	0.6432 ** (2.04)
PUNISH	0.0001 (0.29)	-0.0009 *** (-3.31)	0.2505 (1.54)	0.2995 * (1.83)
$PUNISH \times TREAT$	-0.0007 (-1.29)	0.0003 (0.79)	-0.3789 (-1.55)	-0.4129 * (-1.67)
$TREAT \times d14$	0.0012 *** (3.38)	0.0010 *** (3.57)	-0.2528 (-1.42)	-0.1983 (-1.10)
$PUNISH \times d14$	-0.0007 (-1.41)	0.0005 (1.48)	-0.1008 (-0.47)	-0.1514 (-0.71)
SOE		-0.0085 *** (-28.67)		0.3981 *** (2.82)
RATING		-0.0052 *** (-45.78)		0.1258 * (1.91)
SIZE		0.0002 ** (2.29)		0.0542 (1.03)
ROA		-0.0316 *** (-10.75)		3.0740 ** (2.26)
LEV		0.0034 *** (5.76)		1.0670 *** (3.64)
PPE		-0.0009 ** (-2.40)		0.0380 (0.15)
TURN		-0.0002 (-0.95)		0.2322 *** (2.59)
GROWTH		-0.0001 (-0.75)		0.0855 (1.05)
AGE		-0.0000 ** (-2.48)		-0.0034 (-0.65)
FIRST		-0.0018 *** (-4.81)		-0.1855 (-0.94)
MARKET_AG		-0.0002 *** (-16.59)		-0.0263 *** (-3.20)
BOND_SIZE		-0.0004 *** (-3.29)		
MATURITY		-0.0005 *** (-10.12)		
SPECIAL		0.0035 *** (20.17)		
_cons	0.0323 *** (18.26)	0.0676 *** (27.74)	-3.1756 *** (-3.96)	-5.9675 *** (-4.61)
年度 FE/行业 FE	YES	YES	YES	YES
债券类型 FE	YES	YES	NO	NO
N	14058	14058	6980	6980
Adj. R ² /Pseudo R ²	0.25	0.55	0.03	0.04

极大的影响,当债券违约风险较大时,债券投资者对于信息质量、审计质量及审计声誉等自然有更高的要求。为此,本文以发行人主体评级、固定资产比例、债券是否有担保等对模型(1)分组回归。回归结果见表 5,其中列(1)、列(3)和列(5)为债券发行人非 AAA 评级、固定资产比例低、债券无担保时的回归结果,列(2)、列(4)和列(6)为债券发行人 AAA 评级、固定资产比例高、债券有担保时的回归结果。回归结果显示,债券发行人低评级、固定资产比例低、债券无担保时,投资者审计声誉提升后审计声誉受损导致的债务融资成本增加更为显著。

2. 债券融资重要性、审计声誉受损与审计更换

当出现债券违约后,聘请声誉受损会计师事务所的发行人更易被债券投资者要求更高的融资成本。债券融资对发行人越重要,发行人因事务所声誉受损而承担的融资成本增加额越高。此时,发行人更有动力做出改变,更换声誉受损事务所。

为此,本文以发行人年债券融资占比(年发债额与筹资额的比例)、年债券发行额、年单只债券平均发行额对模型(2)分组回归。回归结果见表 6,其中列(1)、列(3)和列(5)为年债券融资占比低、年债券发行额低、年单只债券平均发行额低时的回归结果,列(2)、列(4)和列(6)为年债券融资占比高、年债券发行额高、年单只债券平均发行额高时的回归结果。回归结果显示,年债券融资占比高、年债券发行额高、年单只债券平均发行额高时,即发行人越依赖债券融资时,投资者审计声誉提升后审计声誉受损导致的事务所变更更显著。

(六)投资者审计需求的经济后果

1. 投资者审计需求与信息供给

如果我们将审计供给视为一种产品,需求方及其有效需求理应会对审计供给产生影响。投资者审计需求提升后,投资者对审计服务及其质量提出更高的要求。低质量的审计服务更可能引致债券投资者的“惩罚”,包括债券发行难度上升、债券发行成本增加等。此种变化下,发行人为获得更有利的债券发行条件,将更有动机迎合债券投资者需求,发行人更有可能配合审计供给高质量信息产品。

2. 投资者审计需求、审计声誉与信息供给

声誉的经济后果体现了职业声誉的激励和约束功能^[31]。可信的激励或约束有助于刺激审计师投入资源,通过持续、高品质的职业能力培训、更严格的同业复核、审计过程中保持高度的独立性来建立和维护良好的职业声誉。声誉受损时将面临可预见的“惩罚”,亦能使会计师事务所更为爱惜自身声誉。投资者审计需求提升强化了审计声誉的经济后果,相应地,聘请声誉受损会计师事务所的发行人应当有更强烈的动机提供高质量信息。

为检验以上问题,本文以考虑 ROA 的修正 Jones 模型计算的操纵性应计的绝对值(DA)度量发行人信息质量,构建模型(3)和模型(4):

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TREAT_{i,t} \times d14_{i,t} + Controls + \varepsilon \quad (3)$$

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PUNISH_{i,t-1} + \beta_2 PUNISH_{i,t-1} \times TREAT_{i,t} + \beta_3 PUNISH_{i,t-1} \times d14_{i,t} + \beta_4 TREAT_{i,t} \times d14_{i,t} + \beta_5 PUNISH_{i,t-1} \times TREAT_{i,t} \times d14_{i,t} + Controls + \varepsilon \quad (4)$$

表 5 事务所声誉受损与债券市场反应的异质性回归结果

分组变量	主体评级		固定资产比例		担保	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SPREAD	SPREAD	SPREAD	SPREAD	SPREAD	SPREAD
$PUNISH \times TREAT \times d14$	0.0011 *	-0.0007	0.0020 **	0.0002	0.0010 *	-0.0021
	(1.68)	(-0.83)	(2.57)	(0.30)	(1.82)	(-1.24)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	9722	4336	7295	6763	12398	1660
Adj. R ²	0.49	0.42	0.56	0.04	0.55	0.56
chi2		3.56		2.65		2.79
Prob > chi2		0.06		0.1		0.09

表 6 事务所声誉受损与审计变更的异质性回归结果

分组变量	年债券融资占比		年债券发行额		单只债券平均发行额	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CHANGE	CHANGE	CHANGE	CHANGE	CHANGE	CHANGE
$PUNISH \times TREAT \times d14$	0.0901	1.4166 ***	-0.1679	1.4924 ***	-0.0757	1.3384 ***
	(0.22)	(2.82)	(-0.37)	(3.29)	(-0.17)	(2.93)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	3590	3357	3415	3520	3574	3357
Pseudo R ²	0.04	0.06	0.03	0.06	0.03	0.05
chi2		2.81		6.80		4.93
Prob > chi2		0.09		0.00		0.03

若模型(3)中 β_1 显著为负,则表明投资者审计需求提升后,发行人信息质量显著提高;若模型(4)中 β_5 显著为负,则表明投资者审计需求提升后,上期声誉受损的会计师事务所审计的发行人信息质量显著提高。回归结果显示,投资者审计需求提升后,发行人信息质量显著提高,且这一效应在上期聘请声誉受损会计师事务所的发行人中更为显著(未列示,备索)。

六、研究结论和启示

现有关于审计声誉的研究多默认市场关注审计,然而市场并非天然具有高质量审计需求,投资者审计需求也非一成不变。本文试图利用债券市场违约,捕捉投资者审计需求变化,探究其如何影响审计声誉机制作用的发挥。本文研究发现,投资者审计需求提升后,投资者更为关注审计声誉,表现为聘请声誉受损会计师事务所的发行人债券融资成本进一步提高;被审计单位亦更为关注审计声誉,表现为声誉受损的会计师事务所更易被更换。当投资者面临更高的债券投资风险时,审计声誉受损导致的债券融资成本增加更为显著;当债券融资对发行人越重要时,声誉受损导致的会计师事务所变更越显著。此外,投资者审计需求提升后,发行人信息质量显著提高,且这一效应在此前聘请事务所声誉受损的发行人中更为显著。这些结果表明,投资者审计需求提升后,审计相关各方更为重视审计声誉,审计声誉机制作用更易发挥,长此以往,有利于高质量审计服务的持续供给和资本市场信息环境改善。

结合本文的研究结论,本文提出如下政策建议:(1)继续推进各类“刚性兑付”打破进程。在推进各类“刚性兑付”打破过程中可适当借鉴债券市场经验,监管和市场机制并举,以促进资本市场健康发展。(2)继续引导培育高声誉中介机构。各类市场参与者应当积极运用各种机制,引导培育高声誉中介机构,中介机构应当积极构建和维护声誉,供给与之相适应的高质量产品和服务。(3)继续培育成熟投资者。资本市场深化改革,推进各类“刚性兑付”打破,必然对投资者提出了更高的要求。新形势下,应不断加强投资者教育,向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的投资理念,投资者也应积极提升专业技能和投资素养。

本文以债券市场行业首次违约表征债券投资者审计需求变化,并以占债券市场主体的非上市公司为研究对象。然而,上市公司与非上市公司、股票投资者与债券投资者之间可能存在一定差异,因此在推广本文结论时仍需保持应有的谨慎。

参考文献:

- [1] Watts R L, Zimmerman J L. Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26 (3): 613 - 633.
- [2] Titman S, Trueman B. Information quality and the valuation of new issues [J]. Journal of Accounting and Economics, 1986, 8 (2): 159 - 172.
- [3] Deangelo L E. Auditor size and audit quality [J]. Journal of Accounting and Economics, 1981, 3 (3): 183 - 199.
- [4] 朱红军, 夏立军, 陈信元. 转型经济中审计市场的需求特征研究 [J]. 审计研究, 2004 (5): 53 - 62.
- [5] 刘峰, 许非. 风险导向型审计·法律风险·审计质量——兼论“五大”在我国审计市场的行为 [J]. 会计研究, 2002 (2): 21 - 27.
- [6] Defond M L, Wong T J, Li S H. The impact of improved auditor independence on audit market concentration in China [J]. Journal of Accounting & Economics, 1999, 28 (3): 269 - 305.
- [7] 李树华. 审计独立性的提高与审计市场的背离 [M]. 上海: 上海三联书店, 2000.
- [8] 陶然, 刘峰. 债权人信息需求与高质量信息供给——基于债券市场“刚性兑付”打破的经验证据 [J]. 会计研究, 2021 (2): 47 - 60.
- [9] 刘峰, 赵景文, 涂国前, 等. 审计师聘任权安排重要吗? ——审计师声誉角度的检验 [J]. 会计研究, 2010 (12): 49 - 56.
- [10] 叶凡, 方卉, 于东, 等. 审计师规模与审计质量: 声誉视角 [J]. 会计研究, 2017 (3): 75 - 81.
- [11] 纪志宏, 曹媛媛. 信用风险溢价还是市场流动性溢价: 基于中国信用债定价的实证研究 [J]. 金融研究, 2017 (2): 1 - 10.
- [12] 彭叠峰, 程晓园. 刚性兑付被打破是否影响公司债的发行定价? ——基于“11 超日债”违约事件的实证研究 [J]. 管理评论, 2018 (12): 3 - 12.
- [13] 何志刚, 吴心源. 公司信用债刚兑信仰打破了吗——基于限制性条款影响力的研究 [J]. 金融经济研究, 2020 (6): 66 - 78.
- [14] 王叙果, 沈红波, 钟霖佳. 政府隐性担保、债券违约与国企信用债利差 [J]. 财贸经济, 2019 (12): 65 - 78.
- [15] 胡佳胤, 姚洋, 宗铸. 国企违约与市场纪律——来自地方国企债券违约的证据 [J]. 经济学 (季刊), 2024 (2): 395 - 411.
- [16] 王占浩, 郭菊娥, 薛勇, 等. “11 超日债”事件对投资者刚性兑付信念的影响——基于事件研究法 [J]. 证券市场导报, 2015 (3): 45 - 52.
- [17] 王茹婷, 彭方平, 李维, 等. 打破刚性兑付能降低企业融资成本吗? [J]. 管理世界, 2022 (4): 42 - 64.
- [18] 张春强, 鲍群, 盛明泉. 公司债券违约的信用风险传染效应研究——来自同行业公司发债定价的经验证据 [J]. 经济管理, 2019 (1): 174 - 190.
- [19] 欧阳伊玲, 高昊宇, 杨晓光, 等. 惊弓之鸟: 信用债违约事件的行业外部性 [J]. 管理评论, 2024 (12): 120 - 132.

- [20] 白俊, 乔君, 吴爽. 债券市场“刚性兑付”打破与企业风险信息披露[J]. 当代财经, 2023(12): 53-67.
- [21] 宁博, 潘越, 陈秋平, 等. 信用风险传染与企业盈余管理: 基于信用债违约的视角[J]. 会计研究, 2020(3): 66-77.
- [22] 安家鹏, 曹思宇, 翟胜宝, 等. 审计失败对公司债券发行定价的传染效应——基于共同审计师的视角[J]. 审计与经济研究, 2024(1): 32-41.
- [23] 赵梅, 王鑫海. 债券违约、信用风险传染与高质量审计需求[J]. 会计研究, 2023(10): 176-192.
- [24] Chaney P K, Philipich K L. Shredded reputation: The cost of audit failure[J]. Journal of Accounting Research, 2002, 40(4): 1221-1245.
- [25] Asthana S C, Balsam S, Krishnan J. Corporate governance, audit firm reputation, auditor switches, and client stock price reactions: The andersen experience [J]. International Journal of Auditing, 2010, 14(3): 274-293.
- [26] 方军雄, 许平, 洪剑峭. CPA 职业声誉损害经济后果性研究——来自银广夏事件的初步发现和启示[J]. 南方经济, 2006(6): 90-101.
- [27] 朱红军, 何贤杰, 孙跃, 等. 市场在关注审计师的职业声誉吗? ——基于“科龙电器事件”的经验与启示[J]. 审计研究, 2008(4): 44-52.
- [28] 方哲. 关于会计师事务所业务质量检查审计结果公告的市场反应[J]. 审计研究, 2008(6): 17-22.
- [29] Wilson T E, Grimlund R A. An examination of the importance of an auditor's reputation[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 1990, 25(2): 43-59.
- [30] Weber J, Zhang W J. Does auditor reputation matter? The case of KPMG Germany and ComROAD AG [J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46(4): 941-972.
- [31] 方军雄. 注册会计师声誉损害的代价[J]. 商业经济与管理, 2009(8): 89-96.
- [32] 黄溶冰. 会计师事务所声誉损失与审计合约稳定性: 基于瑞华会计师事务所的案例分析[J]. 中央财经大学学报, 2023(11): 77-91.
- [33] 李晓慧, 曹强, 孙龙渊. 审计声誉毁损与客户组合变动——基于 1999—2014 年证监会行政处罚的经验证据[J]. 会计研究, 2016(4): 85-91+96.
- [34] Townsend R M. Optimal contracts and competitive markets with costly state verification[J]. Journal of Economic Theory, 1979, 21(2): 265-293.
- [35] Watts R L, Zimmerman J. Positive accounting theory[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1986.
- [36] Sengupta P. Corporate disclosure quality and the cost of debt[J]. Accounting Review, 1998, 73(4): 459-474.
- [37] 鲁威朝, 杨道广, 刘思义. 会计信息可比性、需求差异与跨公司信息传递[J]. 会计研究, 2019(4): 18-25.
- [38] 胡奕明, 唐松莲. 审计、信息透明度与银行贷款利率[J]. 审计研究, 2007(6): 74-84.
- [39] Fortin S, Pittman J A. The role of auditor choice in debt pricing in private firms[J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 24(3): 859-896.
- [40] 陈信元, 王英姿, 夏立军. 转型经济中审计问题——基于中国上市公司的案例[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2011.
- [41] Krishnan G V. Audit quality and the pricing of discretionary accruals[J]. Auditing: A Journal of Practice and Theory, 2003, 22(1): 109-126.

[责任编辑: 刘 茜]

Investor Audit Requirements And Audit Reputation Concerns: Evidence from the Industry's First Bond Default

TAO Ran

(School of Accounting, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013, China)

Abstract: The default of bonds has changed investors' risk awareness, thereby increasing the demand for accounting information and auditing. Research has found that after the increase in investors' auditing demand, investors pay more attention to audit reputation, which is manifested by a significant increase in bond financing costs for issuers audited by accounting firms with damaged reputations; issuers pay more attention to audit reputation, which is manifested by the fact that accounting firms with damaged reputations are more likely to be replaced. When investors face higher bond investment risks, the increase in bond financing costs caused by damaged audit reputation is more significant; when bond financing is more important to the issuer, the replacement of accounting firms caused by damaged reputation is more significant. In addition, after the increase in investors' auditing demands, the quality of financial reports, a product jointly supplied by issuers and auditors, significantly improves, and this effect is more significant among issuers who previously employed firms with damaged reputations. These results indicate that after the increase in investors' audit demand, both investors and issuers pay significantly more attention to audit reputation, which in turn promotes the continuous supply of high-quality audit services and the improvement of the information environment in capital markets.

Key Words: bond default; investor audit demand; audit reputation; auditor selection; information supplies; audit quality